財政投融資制度改革と金融市場の展望

―― 新たな局面を迎える財政と政府関係債市場の行方 ――

〔要　　旨〕

1．経済環境の変化のなかで，運用・調達両面での肥大化や非効率性が指摘されてきた財政投融資制度の改革が，４月から行財政改革の一環として実施に移される。この改革は，入り口（郵便貯金など），中間（資金運用部），出口（財投機関）に市場原理を導入することにより効率化を促すことに主眼がある。

2．この改革では，①郵便貯金などの運用部預託義務を廃止し市場で自主運用する，②財投機関は財投機関債，政府保証債の発行で市場から資金調達するが，これが困難な機関は特別会計が財投債発行で調達した資金の融資を受ける，③既往貸付継続や財投債引受には，当分の間，郵便貯金が相当の負担を負う，とされた。

3．この改革は「抜本改革の第一歩」と受け止められ，「政策コスト分析」導入は評価されているが，財投機関債発行を通じ市場規律により財投機関の効率化を促す手法は疑問視されている。また自主運用後の郵貯経営にも不透明な点が多く，民間との競争条件の不平等は解消しないとして更なる改革を求める声が強い。

4．このため，政策コスト分析の精緻化や第三者機関の設置など民主的手続を通じて財投機関のあり方を監視することを基本とし，市場を通ずる規律付けについても，①情報開示強化，②財投機関の破綻手続や格付けなどによる財投機関債の「暗黙の政府保証」排除，③資産担保証券の発行など環境整備が必要である。

5．新年度の政府関係債発行は，国債増発に加え財投債発行もあり前年度比10兆円以上増え，100兆円近くとなる計画。この量的な増加による金利面への影響のほか，郵貯自主運用に伴う長短需要のミスマッチもあり，民間の資金需給いかんで長期金利への上昇圧力が懸念される。民間消化促進のため，国債の流通市場整備などが喫緊の課題となっている。

6．上記の方向のなかで，入り口で郵貯，出口で各財投機関と競合する形で業務を展開し，政府関係債関連業務と深くかかわっている系統信用事業は，金融システムの変化のなかで地域金融などの面で一層その役割を果たしていくことが期待される。

目　次

はじめに
１．財政投融資制度改革の概要
（1）　財投改革の狙いと経緯
（2）　改革の主要ポイント
２．財政投融資制度改革の問題点
（1）　インセンティブ不足の改革手法
（2）　郵便貯金制度改革の問題点
（3）　出口・財投機関（特殊法人）の問題点
３．今後の財投改革への道筋
（1）　財投改革の方向
（2）　財投改革と政府関係債の位置付け
４．財投改革と金融市場への影響
（1）　政府関係債市場の規模
（2）　金融市場への影響
（3）　市場整備の必要性
むすび

はじめに

本年１月からの中央省庁再編に続いて，４月から財政投融資制度改革が実施に移される。財政投融資制度は，戦後のわが国経済の発展に重要な役割を果たしてきたが，近年，経済の成熟化・国際化など環境変化のなかで，そのあり方と規模の大きさに種々の批判が強まってきた。こうして各方面で改革の方向が議論されるなかで1997年，橋本内閣による行財政改革の一環として政府により本格的改革が検討され，2000年５月に，この改革方針を盛り込んだ同関連法案が成立した。これを受けて本年４月から，①郵便貯金などの預託廃止，②財投機関の財投機関債，財投債の発行，等を中心とする改革が実施される。

しかし，これらの改革手法の実効性には疑問があり，改革自体が不徹底なものになるとして一層の改革を求める声も強く，政府は2000年12月の「行政改革大綱」のなかで2005年までに事業・組織の抜本見直しの方針を決定しており，郵貯制度改革の行方とも絡んで今後の成り行きが注目される。

他方，金融市場への影響については，財投機関の既往債務の郵貯引受けなどにつき経過措置がとられているため，当面の影響は少ないとみられている。ただ多額の国債発行に加え財投債の民間消化が膨らむことから，当局のみならず市場関係者も，先行きの金融市場への影響を懸念している。こうしたなかで，財投機関の保有債権流動化を含む商品性多様化や格付け導入を含めた政府関係債全体の民間消化を促す措置も検討されており，債券流通市場のインフラ整備が進むことが期待されている。

こうした動きは，入り口で郵貯，出口で各財投機関と競合する形で業務を展開し，政府関係債市場と深くかかわっている農協系統金融機関にも，少なからず影響を及ぼすこととなろう。そこで以下に，財投改革の意義や問題点，金融資本市場への影響などにつき概観することとした。

1．財政投融資制度改革の概要

(1)　財投改革の狙いと経緯

今次財投改革では，財政投融資制度の「入り口」(郵便貯金，簡易保険など)，「中間」(資金運用部)，「出口」(財投機関など)の間に市場原理を導入することを通じて，財投制度運営全体の効率化を促していくことに主たる狙いがある。まず郵便貯金，年金積立金の全額を資金運用部に預託を義務付ける制度を廃止し，政府系金融機関，公団など財投機関が必要な資金を市場から調達する仕組みに転換する。同時に，財政投融資の対象分野・事業について政策コスト分析などの導入を図り，民業補完，償還確実性等の観点から不断の見直しを行うこととされている。

この財政投融資制度は，明治初期の大蔵省「国庫積立金」(1869年)や「駅逓局預金」(1875年――現在の郵便貯金)として創設され，戦時経済のファイナンスにも用いられたが，特に戦後は少額の国内貯蓄を集中し統合運用することを通じて社会資本整備等に活用する財政政策手段として，経済の復興と成長の過程で大きな役割を果たしてきた(注1)(後掲〈コラム〉参照)。しかし，近年，わが国経済の成熟化や国際化・自由化に伴う市場機能整備から政府の役割が変化するなかで，運用・調達両面での肥大化や非効率性などの問題が民間経済界を中心に各方面から指摘された(注2)。

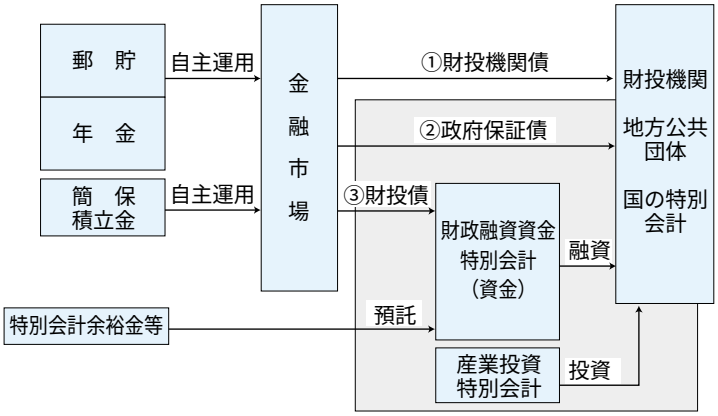
これを受けて行政改革会議など政府による一連の行政改革の検討が本格化し，1997年11月，大蔵省資金運用審議会懇談会で財政投融資改革について「現行制度は，部分見直しでは解決できないものが多く，制度・運営の全般にわたる抜本的改革が必要」(同懇談会・とりまとめ)とする方向が示され，これに沿って99年12月，下記改革案の骨子が示された。

(2)　改革の主要ポイント

金融市場との関連で重要な改革のポイントは以下のとおり(第1図)。

まず第一に，現行郵便貯金，年金積立金(厚生年金，国民年金)は，運用部預託義務を廃止し金融市場を通ずる自主運用とする。簡保積立金の財投機関等への融資についても，同様の扱いとする。ただし，自主運用の唯一の例外として地方公共団体向け資金

第1図　新たな財政投融資の仕組み



資料　大蔵省資金運用審議会資料から作成
(注)　財政投融資には，上記のほか郵便貯金及び簡保資金の地方公共団体への貸付がある。

確保のため，郵便貯金，簡保積立金を地方債計画，財政投融資計画の枠内で，直接融資することとしている。(注3)

第二に，政府系金融機関や公団など財投機関の資金調達については，次の三つの手段が用意された。①中心に位置づけられるのは，それぞれの機関が自ら市場で公募発行する「財投機関債」で，市場の評価を通じて運営の効率化を促す。②直ちに政府保証なしに財投機関債を発行することが困難な機関については，限定的に政府保証の付いた「政府保証債」発行を認める。③上記①，②のいずれでも資金調達が困難であったり，不利な条件を強いられる機関や超長期資金を必要とする事業については,「資金運用部」に代わる「財政融資資金特別会計」が国会の議決の範囲で「財投債」を発行し調達した資金を融資する(注4)，というもの。

第三に，「郵貯，年金」の預託廃止に当たっては，市場への影響に配慮して既往貸付の継続や財投債の発行などについて，2007年度までの経過措置が設けられている。すなわち,財投債をめぐる大蔵・郵政・厚生の関係三省合意（99年12月）により，①資金運用部の既往貸付を継続するのに必要な財投債は郵貯が引き受ける，②初年度は①以外の新規財投債についても半分程度を「郵貯，年金」が引き受ける（漸次その割合を低下），③簡保積立金も相応の財投債を引き受けることが決められている。なお国の特別会計の歳出・歳入を積み立てた積立金は，現行「資金運用部」（同特別会計）を廃止し「財政融資資金」と名称変更された特別会計に従来通り預託が義務付けられるが，経理基準については発生主義に移行し，財務の透明性・明瞭性の強化が図られる。

（注1） 詳しくは，大蔵省財政史編集室［1962］参照。同書では，財政投融資制度の発足と資金運用部の前身である大蔵省預金部の資金運用・調達の状況が詳しく論じられている。

（注2） 財投制度及び郵便貯金のあり方に対する主要な批判としては，経済同友会［1995］，全国銀行協会［1996］，日本経済調査協議会［1997］など。本誌でも，これら諸団体の意見・提案などを紹介しつつ地域民間金融機関との比較において「公的金融」の問題点について，①比重の大きさ，②郵貯・政府系金融機関の金利体系などを中心に論じている（戸原つね子「ビッグバンと公的金融の改革問題 」――『農林金融』1997年９月号）。

（注3） 郵便貯金等の地方公共団体向け貸付の条件については，個別地方公共団体との相対交渉ではなく，予算により国会の議決を受けた貸付枠のなかで政府が市場原理に即して定める仕組み――つまり，現行財投を例外的に保持する形となっている。

（注4） 今次改革で示されている財投機関債と財投債を比較すると，財投機関債は「特殊法人が金融市場で発行する政府保証のない公募債券」であり，財投債は「一般会計と区分された特別会計の負担で発行される，政府保証のある債券」である点で（但し，償還財源が租税ではなく特殊法人の資産で厳密な意味の国債ではない―国際基準のSNAベース上は一般政府債務ではない―）,明確な違いがある。しかし，現実には両者とも「国の暗黙の信用を前提としている」という意味で，「市場では両者の違いは大きくないと受止められる」（岩本康志［1998］，野口卓・佐々木宏夫〔1999〕）とする見方が多い（後述）。

２．財政投融資制度改革の問題点

（1） インセンティブ不足の改革手法

こうした財投改革については，公的部門内で完結していた資金の運用・調達に市場原理を導入することにより，郵貯のALMを通ずる調達・運用姿勢への規律付けや政府系金融機関，公団，事業団など財投機関の

資源配分の効率化・スリム化を図る切っ掛けを提供するとして,「抜本的改革に向けた重要な第一歩」（経団連）と受け止められている。特に，民主主義の手続による財投機関監視に必要な「政策コスト分析」制度が導入され，1999年度に５機関，2000年度には14機関についての結果が公表されており（第１表），これについては各方面から評価されている。(注5)

しかし，改革の柱の一つである財投機関債発行により市場を通ずる財投機関の効率化を促す手法については，その実効性に疑問を示す意見が多い。またもう一つの柱である郵便貯金についても，自主運用後の将来の経営の姿が不透明である。このため，政府与党で更なる特殊法人改革を求める声が強まり，「行政改革大綱」でこの方向が確認されたほか，経済学者の間でも「今次改革はこれで完了したとはいうことはできない」（池尾和人［2000］）とされている。

そこで，まず改革手法をめぐる問題点を整理すると，次の点が挙げられる。

一つは，そもそも財投機関債発行による市場規律を通ずる財投機関改革の手法に対する疑問である。基本に立ち返って，財投機関による政策金融や事業が必要とされる領域としては，①民間金融ではリスクが大きい長期プロジェクトへの信用供与（ODAなど途上国向けファイナンスなど），②信用リスクが大きく民間企業で行えない事業（高速道路など基幹交通網整備など），③市場メカニズムに乗らないが国民経済的にみて必要なプロジェクト（住宅，中小企業，地域金融など）が挙げられている。いずれも「市場の失敗」や「市場の不完全性」を補完する機能が期待されている分野であり，その意味では「金融的手法を用いる財政政策の遂行」と考えられる。(注6) つまり財投機関の担う事業自体が「市場の失敗」を補完するものであり，市場の評価になじまない側面をもっていることは否めない。この立場を強調すれば，財投改革の基本は，民主主義的手続による監視方法の整備ということになるが，(注7) 今次改革で，財投機関に対する

第１表　財政投融資対象事業に関する政策コスト分析（2000年度）

（単位　億円）

（財投機関名）	政策コスト	2000年度補助金等	分析期間（年）
住宅金融公庫	7,822	4,475	32
国民生活金融公庫	1,278	438	21
中小企業金融公庫	982	282	21
農林漁業金融公庫	4,792	848	22
公営企業金融公庫	112	14	30
沖縄金融公庫	951	119	35
日本政策投資銀行	1,384	840	31
国際協力銀行（国際金融） （経済協力）	1,488 6,605	- 3,063	25 40
帝都高速度営団	△ 43	128	39
社会福祉医療事業団	846	121	25
日本育英会	1,082	143	26
日本道路公団	42,965	3,070	48
本四連絡橋公団	6,538	533	37
中部国際空港（株）	△124	248	34
合　　計	76,678	14,322	ー

資料　大蔵省資金運用審議会資料から作成
（注）1．政策コストは,「国からの移転」ー「国への移転」,すなわち事業収入で回収できず,国からの補助金が必要な額を示す。割引現在価値に換算（割引率は1999年12月24日の国債利回り）。
2．コスト分析の対象となっているのは,2000年度までに実施される財投事業コスト（政策コストには2000年度補助金を含む）。

監視措置は，「行政大綱」の方針と「政策コスト分析」制度導入以外には盛り込まれていない。またこの「政策コスト分析」も，政策コスト評価の主体が主務官庁に委ねられる形となっており，中立的な組織（評価・監視機関）が設置されていない点で「分析の正統性」に問題を残している（注5参照）。

二つには，民主主義的手続を通ずる財投機関の監視が完全に機能することは難しいとして，これを補完する狙いで市場規律の活用を評価する立場があるが，この論者にも，現行の「財投機関債」では，財投機関に対する規律付けができないという批判が多い。というのは，財投機関債は財投債と異なり政府保証はないが，過去の財投機関や政府特別会計の破綻処理の際，政府の責任で処理されてきたことへの類推から「暗黙の政府保証」が存在するとの期待を払拭できず，効率化への規律付けとして機能し得ないとみられるからである。(注8) 従って，「暗黙の政府保証」への期待を払拭するうえで，財投機関の破綻スキームなど法制面の整備はもとより，財投機関の民間と同レベルの情報開示により格付けを拡充する必要があるとしている。

三番めとして，このように民主主義的監視手続の徹底を欠き，市場規律も十分機能しないなかでは，財投機関側の特殊法人が，2001年度予算策定に当たって財投機関債発行を避け財投債依存を強めた動きに象徴されるように，改革への取組み意欲が乏しくなることである。こうして「暗黙の政府保証」の期待のある政府関係債の発行が増大することとなると，これまで資金運用部への預託などにより隠されていた国の潜在的債務（特に地方債，交付税特別会計の運用部借入など）を顕現化させ，政府関係債全体の信用に悪影響をもたらす懸念もある。

(2) 郵便貯金制度改革の問題点

次に，郵便貯金改革については，本年１月からの中央省庁再編に伴い郵政三事業（郵便，貯金，保険）が，総務省の外局である「郵政事業庁」の所管となり，2003年からは「国営の新たな公社」（郵政公社）への移行が予定されている。しかしこの郵政公社については，その法的位置付けや経営に対する国の関与などに不透明な点が多く，以下のような問題が指摘されている。すなわち，

まず，郵便貯金事業が国の機関である郵政公社によって行われることに伴う問題である。これについては，かねて主張されている国による元利の保証，法人税，固定資産税など税制面の優遇，預金保険料，準備預金免除など民間金融機関との競争上の不平等を温存することへの批判がある。(注9) 2002年４月からペイオフ解禁（預金などの全額保護打切り）となると，この競争条件の不平等の問題がさらにクローズアップされる可能性がある。ちなみに，こうした郵貯優遇に伴う「コスト軽減（国民負担）は年間２～８千億円」（全銀協）(注10) との試算もある。

同時に，国の機関がリスクのある資金運用を行うことに伴う経営責任（ガバナンス）の問題も指摘されている。運用部預託というこれまでの安定した運用から，リス

クを伴う資産の自主運用に移ることに加え，地方公共団体への例外的貸付や財投債引受けなど経過措置による制約条件付きの自主運用となることに伴う収益面の不安定性もあり，従来以上に経営に重要性が生じる。そして，ガバナンスが曖昧となると「暗黙の政府保証」の範囲が拡大して，郵貯の高コスト体質を助長したり郵政公社の赤字化を招きかねず(注11)，これはいずれ国民負担の形として跳ね返ってくる。それ以外にも，リスク資産の保有に対応した自己資本積み増しの必要性や公会計制度上の自己資本の扱い，郵政公社の保有する株式の議決権行使のあり方などの問題も挙げられている。

さらに，最近の郵貯と民間金融機関とのオンライン提携活発化に伴う金融システム全体としての安定性・効率性の問題もある。郵貯と民間金融機関とのATM・CDなどの提携は，個別金融機関にとっては決済コスト軽減にプラスとなる。しかし，金融システム全体の立場からみると，郵貯と民間金融機関とをオンラインでつなぐ決済のインフラは存在していない。これは郵貯が民間金融機関ではないため全銀システムに加入しておらず，日銀に当座勘定がないことから，日銀ネットを中心とする民間金融機関の決済ネットワークに入っていないことによる。この結果，両者の最終的な決済は，現金・小切手といった非効率な手段に頼らざるをえず，「こうした取引が増えることにより国全体としては高い決済負担とリスクを負う」（翁百合［2000］）デメリットがある。

以上の点を踏まえ，2000年８月全国銀行協会などが郵貯の民営化を要望したのに続いて，12月初旬，全国銀行協会や農林中金を含む13の民間金融団体で組織する「郵貯・簡保問題に関する金融団体中央連絡協議会」が，次のような提言を大蔵省と金融庁に提出している（(注10)参照）。それは郵貯・簡保が，「国家保証や各種の税負担の免除等官業としての特典を背景に業務拡大を続けており，効率的金融市場の形成にとって阻害要因となっている」との認識から，①民間金融機関との公平な競争条件確保，②郵政公社の経営形態のあり方見直し，③民間の担うべき事業領域への進出を企図した制度改正・予算要求の排除を求める，というものである。郵政公社発足までの間に，これらの疑問に対する答えも求められよう。

(3)　出口・財投機関（特殊法人）の問題点

財投の出口である公団・事業団や政府系金融機関のあり方についても，ジャーナリズムから財界・学界に至るまで種々の立場から疑問が示され，最近における公共事業見直し論議と相まって，政府の行政改革への姿勢を前傾化させる一因となっている。

これらのうち特に問題が指摘されているのは，年間収入で年間の金利支払を賄い切れず税金投入が検討されている本四連絡橋公団や関西空港(注12)，「収支コスト分析」（前掲第１表）で国民負担の最も大きい事業機関・日本道路公団である。事業機関の象徴的問題を抱えている日本道路公団についてみると，①全国プール制の料金設定で路線ごと

の採算が不透明なまま，②財投からの巨額な借入により低採算路線の建設を推進し，③収支悪化から金利支払や新規路線の建設費捻出が困難化している。このため，「現在の計画の料金徴収期限の2044年に25兆円の債務が残る」との見方[注13]も出て，政府でも現行方式による高速道路建設は困難として，「国の直轄事業に移管するか，民営化することによる工事評価を厳格化」など現行の日本道路公団のあり方に改革を求めていると伝えられる[注14]。

他方，政府系金融機関についても，民間との競合が指摘されており，政策コスト負担の大きい住宅金融公庫や中小企業金融公庫について，民間への業務委託を求める意見が多いほか，「市場の失敗」補完の役割が期待されている農業分野の農林漁業金融公庫の融資についても，「量的補完の必要性は小さくなり，質的補完・政策補完の面でも，民間金融機関による対応が可能な分野が増えている」（斉藤由理子［1999］）とした例が実証的に示されている。

これら指摘のポイントは，わが国の民間資本蓄積や民間金融機関の金融機能の拡充などにより，①財投機関の果たす役割が縮小しているにもかかわらず実際には拡大していること，②有償の財投の事業と一般会計の事業の区別が曖昧となっていること，③その結果，財投の事業に不透明なまま多額の公的資金が投入されていること，等の点であり，今後の検討が待たれる。

（注5） 例えば，民主主義の手続を重視する立場（富田俊基［2000］）はもとより，市場規律を評価する立場（池尾和人［2000］）でも政策コスト分析の導入を評価。ただ，池尾［2000］によれば，1997年自民党・行政改革推進本部・財政改革委員会がまとめた「財政投融資の改革について」では，「財投機関等を横断的に常時監視し，業務改善勧告を行う監視委員会の設置」を提言しているにもかかわらず設置されていないとして，今次措置の不備を指摘している。

（注6） こうした「市場の失敗」を補完する財政投融資の役割を分かりやすく説明しているのは，肥後雅博［2000］のほか，高橋洋一［2000］参照。

（注7） この民主主義のプロセスによる財投機関改革を強調する立場の代表は，富田俊基［2000］であるが，他の論者も程度の差はあれ，政治面からの監視の必要性を説いている。

（注8） 岩本康志［1998］では，財投機関債と財投債のいずれの場合をとっても，「政府の失敗」に対してを市場からの規律付けにより抑制することはできないとしている。

（注9） 郵便貯金制度についての問題点を精緻に分析しているのは，全銀協，農林中金を含む金融10団体による「郵便貯金に対する私どもの考え方」（2000年11月）のほか，翁百合［2000］。

（注10） 2000年12月１日付「日本経済新聞」，郵貯・簡保問題に関する金融団体中央協議会「郵貯・簡保問題に対する私どもの意見」（2000年11月）について。なお翁百合［2000］でも，郵便事業経営にかかる国民のコストが試算されている。

（注11） 戸原つね子［1999］では，政策金融の原資である郵貯のコスト（支払利子率3.64%）が，97年度は全国銀行の5.5倍と高く，従って運用部の調達・運用利回りも高い（97年度運用部の調達原価4.39%，運用利回り4.64%）点を指摘し財投の高コストの構造に言及。その結果，郵貯特会が，98年度以降，大幅赤字となっているとしている。

（注12） 本四連絡橋公団は，1999年度末の有利子負債は約3.8兆円にのぼり，年間の金利支払額は1,400億円と同通行料収入の870億円を大きく上回っている。このため，税金投入により負債の膨張を抑えたうえで，同公団の廃止を含めて経営形態を見直すことが検討されている。また関西空港も，政府保証債を含む有利子負債が，8,000億円にのぼり，赤字累積から金利支払も困難となっているため，無利子融資などによる新たな支援の枠組が検討されている。

（注13） 例えば，加藤秀樹（構想日本代表）［2000］の主張。

（注14） 2000年11月30日付「朝日新聞」ほか。なお当農中総研のレポートでも「料金設定は全路線の採算性ではなく，個別路線ごとの採算性を重視すべき」としている（吉岡俊郎［2000］）。

３．今後の財投改革への道筋

(1)　財投改革の方向

上記の財投改革への批判に対して，与党三党は，当初「強力な権限を持つ特殊法人事業整理委員会を設け，特殊法人を2005年までに原則廃止し，再設置する場合でも独立行政法人化する」案を検討したと伝えられるが，官庁側の抵抗でこれが後退し，「2005年度末までに廃止，整理縮小・合理化，民営化，独立行政法人化の措置をとる」こととされた[(注15)]。

この対象となる事業は，現行財政投融資計画（「コラム」のほか――第２表参照）を大別して，①一般・特別会計向け貸付（主として赤字ファイナンス），地方公共団体向け貸付，②政府系金融機関による民間部門向け貸付，③公団・事業団向け貸付，④調達部門（郵貯，簡保など）の自主運用事業向け貸付，の四つに分けてみると，①は今次改革の例外扱いとなり，④は郵貯などの自主運用により事業が廃止される結果，②と③の分野となる。

この財投機関の事業と組織の見直しに当たって上記の議論を踏まえて考えると，まず同機関の情報開示とガバナンスの明確化を前提として，納税者の理解が得られる民主主義の手続を通ずる監視と，存否に対する政治的判断が重要である。

この監視と政治的判断の資料として「政策コスト分析」などの精緻化が不可欠であり，そのためにはコスト分析について「中立的な第三者機関」の設立と同機関による客観的なデータ収集が必要となる。中立的な機関によるコスト分析により「赤字（国民負担あり）」になったとしても，「負担を覚悟で事業を続ける」という判断が示されれば，それは一つの民意として尊重されることとなろう。ちなみに米国における「政府の信用供与プログラム」（Federal Credit Program）は，民間で融資困難な分野の事業に特化していることから赤字の発生自体は容認されるが，政策コスト分析などにより赤字の上限設定や将来見通しを国民に公表して民意を問う仕組みとなっている[(注16)]。

第２表　財政投融資の運用機関別残高（1999年度末）

（単位　兆円）

①国の特別会計等		②政府系金融機関		③公団・事業団など		④調達部門の自主運用	
一般会計[(注)]	7.7	住宅金融公庫	74.2	日本道路公団	21.4	郵便貯金	58.8
国立学校	1.0	日本政策投資銀行	17.1	都市基盤整備公団	14.6	年金福祉事業団	35.9
国営土地改良事業	1.1	国際協力銀行	14.5	首都高速道路公団	4.0	簡易保険福祉事業団	14.0
空港整備	1.0	公営企業金融公庫	15.8	阪神高速道路公団	3.3	① 地方公共団体	83.4
国有林野	0.9	国民生活金融公庫	10.2	運輸施設整備事業団	3.9	③ 特殊会社等	3.3

資料　大蔵省『財政金融統計月報』2000年７月号から作成
（注）　一般会計は，旧日本国有鉄道及び国鉄清算事業団からの承継分。

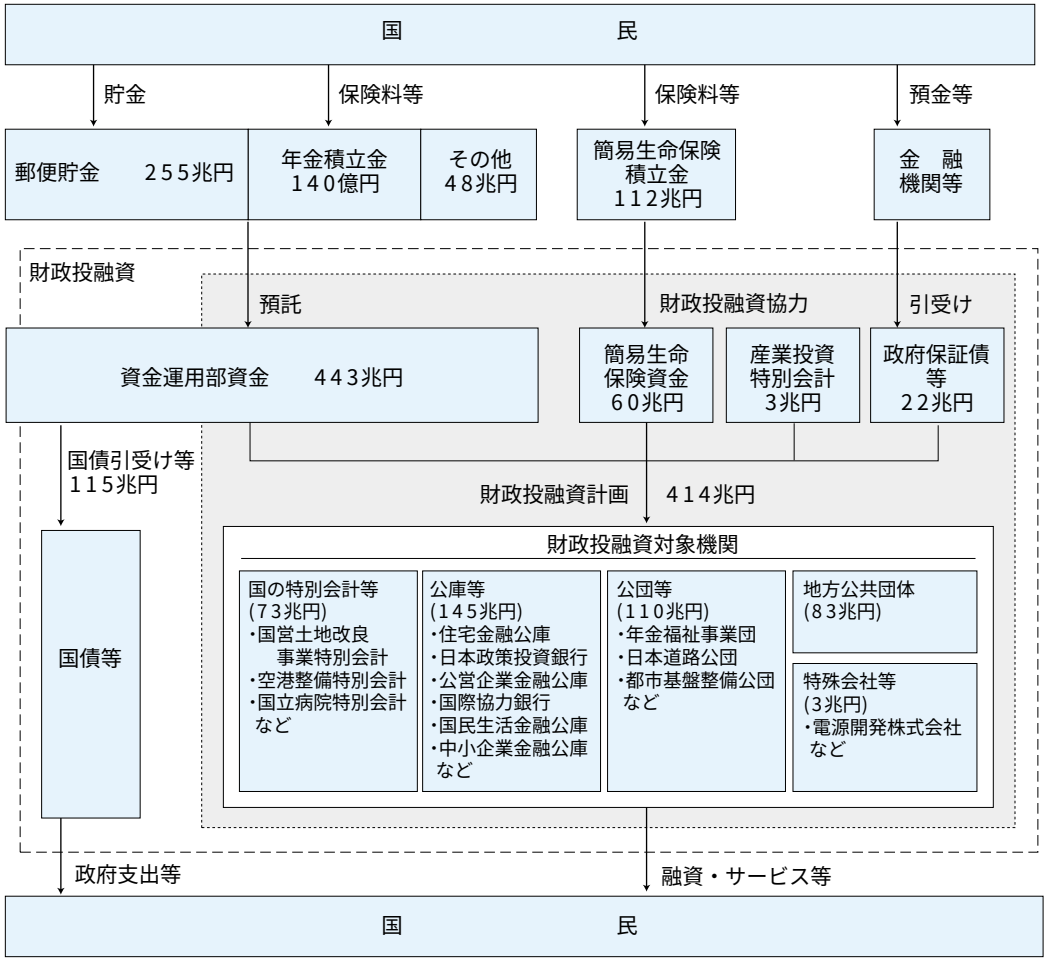
〈コラム〉現行財政投融資計画の仕組み

現行財政投融資制度は，租税を財源とする一般会計と異なり，郵便貯金や公的年金の積立など国の制度を通じて民間部門から調達した資金を活用して，政府の財政投融資計画に基づいて統合して管理・運営する仕組み（下図参照）。まず財政投融資の「入り口」である財投原資については，郵便貯金，簡易保険等からの預託を受けた資金運用部資金が443兆円（うち郵貯255兆円，年金140兆円）と大半を占め，簡保資金60兆円，政府保証債等22兆円がこれを補完する形となっている。簡保の額が小さいのは，資金の大部分を自主運用しているため。

一方「出口」である財投機関への資金配分の面では，財政投融資計画による運用が414兆円で，これは，①住宅金融公庫など政府系金融機関向け貸付145兆円，②日本道路公団など公団等向けが110兆円と二本柱となっており，次いで③地方公共団体83兆円，④その他国の特別会計等が73兆円となっている。このほか，財投外運用である国債引受等が115兆円ある。また最近の特色として，地方公共団体，中央政府への貸出増加が目立っている。

ちなみに，2000年度の財投計画は総額42.9兆円，この原資は，資金運用部資金・簡保資金が39.0兆円と大勢を占め，政府保証債3.9兆円となっている。また資金配分の面では，37.4兆円が一般財投として，政府系金融機関・公団等，地方公共団体に配分され，残り5.5兆円は87年度から始まった郵貯などの自主運用の資金運用事業に充当されている。但しこの資金運用事業は，４月から郵貯等の自主運用のなかに吸収され廃止される。

現行財政投融資の仕組み



資料　大蔵省『財政投融資リポート2000』
(注)　数字は1999年度末残高。

(2) 財投改革と政府関係債の位置付け

これと同時に，政治のプロセスによる監視の不備を補完し，市場からの経営監視を可能にするうえで，財投機関債の位置付けにつき，特殊法人に対する漠然とした「暗黙の政府保証」を否定して，市場の正当な評価が明らかとなるような市場環境整備が必要となろう。そのためには，この債券が，証券取引法上の証券ではないため，投資家保護の観点から証券取引法上の証券である民間の債券と同様に，①ディスクロージャーの強化，②格付けや外部監査の活用，③財投機関への補助金等の扱い明確化，④財投機関の破綻及びその処理ルール，⑤改革の移行期における経過措置，などが必要となる(注17)。これにより財投機関債の市場での評価を，民営化のテスト・ケースとして活用していくことも可能である。

もう一つ経済学者の間で市場を通じて改革にインセンティブを与えていく手法として提案されているのは，財投機関債の一種である特殊法人の保有する資産や債権を担保とした証券発行を通ずる改革促進である(注18)。これは社債型の財投機関債と異なり，先般解禁された信託などを活用した「不動産流動化」同様のアセット・バック型の仕組みであり，対象となる証券の価値は，その裏付けとなっている個々の事業（資産）についてのキャッシュフローを反映したものとなる。このため，資産担保証券の市場での評価をみることで，裏付け資産の価値を知ることも可能となる。既に最大のローン債権を保有する住宅金融公庫は，2000年度から保有住宅ローン債権（500億円）の流動化を開始し，2001年度は2,000億円の発行を予定している。今後，こうした形での資金調達とバランスシート圧縮による財務健全化を行う機関が増え，発行額も増加することとなれば，個別の財投機関の経営健全化にとってプラスであるばかりでなく，政府関係債市場の厚みを増していくうえでも望ましい。この対象機関としては，住宅金融公庫のほか中小企業金融公庫や国民生活金融公庫の中小企業向け小口債権の流動化が考えられるが，「道路公団の採算路線（例えば，東名高速道路部分）や都市整備公団の優良資産を対象に加えることも可能」(注19)である。ちなみに米国の連邦住宅保証公社（ファニー・メイ）では，このような民間金融機関から買い取った「住宅ローンの証券化」を活発に行っている。ただ，この証券化手法についても，不動産関連法制・税制の簡素化や証券の流通市場整備を要することはいうまでもない。

（注15） 2000年12月１日の閣議決定 「行政改革大綱」による。なお与党三党の行政改革案については，2000年10月１日付日本経済新聞。

（注16） 米国の政府信用供与プログラムについては，吉野直行［1998］のほか，中北徹［1998］に紹介されている。

（注17） 高橋洋一［1998］のほか，99年8月の大蔵省の資金運用審議会公表資料など。

（注18） 池尾和人［2000］，富田俊基［2000］のほか，こうした手法の有効性を主張する経済学者は多い。

（注19） 富士通総研の田辺敏憲主席研究員は，同総研主催のセミナー（2000年10月）で，こうした資産担保の証券化の対象機関を政府系金融機関だけでなく，都市整備公団や道路公団にも拡大することを通じて財投改革を図ることは，財投機関債を通ずる改革より効果的と報告，同総研福井俊彦理事長も日経金融紙（2000年12月12日付）でこうした手法を紹介している。

4．財投改革と金融市場への影響

(1)　政府関係債市場の規模

わが国債券市場は，近年，事業債の起債条件緩和が進み，99年後半からは都銀の社債発行も認められるにつれ，発行体の範囲が漸次拡大して市場の多様化がみられる。

こうした状況下，財投改革により財投機関債，財投債など新たな政府関係債が登場し，流通市場の整備が行われれば，市場に厚みが加わり望ましい債券市場の形成に向かうことも期待される。

そこで，財投改革後の政府関係債市場の姿を，2001年度政府予算案の国債，財政投融資計画による財投債・財投機関債発行計画をもとに概観すると，以下のように国債，財投債など政府関係債の民間消化の総額は，全体として94兆円と100兆円に迫る規模に達する。

すなわち，

まず，国債発行額（新規・借換債計）は，88兆円と前年度（86兆円）比２兆円増加する（第３表）。これは，一般会計予算案における新規発行が歳出の伸び率抑制により28兆円と前年度（33兆円）比減少するものの，借換債が59.7兆円と多額に達することによる。

次に財投計画は，改革に伴い郵貯などの資金運用事業が廃止され，一般財投も32.5兆円（前年度38.3兆円）と縮小する（第４表）。

この財投計画の資金調達をみると，資金

第4表　最近の財政投融資計画の推移

（単位　兆円）

		1999年度	2000	2001	前年比
一般財政投融資		39.3	38.3	32.5	△ 5.8
	うち地方	9.4	9.4	9.5	0.1
資金運用事業		13.6	6.2	-	-
財投計画計		52.9	44.5	32.5	△12.0
原資	資金運用部(注2)	43.7	28.5	28.7	△ 4.7
	郵便貯金	11.5	0.0		
	厚生・国民年金	4.3	2.7		
	簡易資金	6.6	4.9		

資料　大蔵省及び財務省予算関係資料から作成
（注）1.いずれも当初予算の計数。
2.2000年度までは資金運用部，2001年度は財政融資資金。

第3表　最近の国債発行額の推移

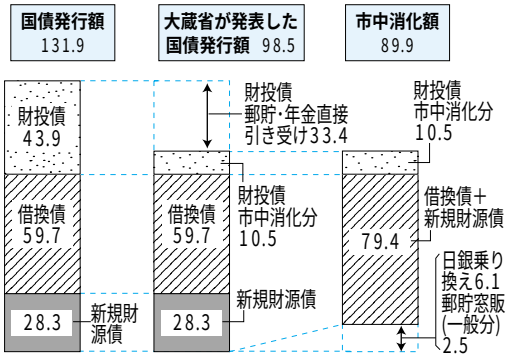
（単位　兆円）

	1999年当初	補正後	2000当初（A）	2001当初（B）	前年比増加額（B）－（A）
発行総額	71.1	78.7	85.9	98.5	10.6
新規財源債	31.1	38.6	32.6	28.3	△6.3
借換債	40.0	40.1	53.3	59.7	6.4
財政融資特会債	-	-	-	10.5	10.5
民間消化分	61.0	68.6	79.1	89.9	10.8
シ団引受	20.2	16.2	16.4	20.4	4.0
公募入札	40.8	52.4	62.7	69.5	6.8
公的消化分	10.1	10.1	6.7	8.5	1.8
運用部	2.8	2.8	0.0	0.0	0.0

資料　大蔵省及び財務省予算関係資料から作成

第2図　国債発行額の表示方法

（単位：兆円）



資料　日本経済新聞（2000年12月21日）

運用部に代わる財政融資資金は28.7兆円であるが，財投債の民間消化は10.5兆円（借換を含む財投債は発行は43.9兆円，うち33.4兆円は郵貯，年金の直接引受）となっている。

この結果，①国債・財投債の発行総額は131.9兆円，うち民間消化は89.9兆円（前年度79.1兆円）に達する計画（第２図）。②次に，財投機関債の新規発行は，大蔵省が改革の趣旨に照らして財投対象の全33機関に発行を勧めたものの，発行を計画したのは20機関，1.1兆円にとどまった（第５表――うち住宅金融公庫は上記のように住宅ローン債権担保の機関債2,000億円発行）。③さらに，政府保証債についても，政府保証の付与を限定する方針を示したが，国内債は3.0兆円と前年度（3.9兆円）比小幅な減少にとどまった（第６表）。

こうして政府関係債の民間消化は，全体で前年度を11兆円上回り94兆円に達する（第７表）。

(2)　金融市場への影響

財投改革とこれに伴う政府関係債の新規発行は，次の点で金融市場に影響を及ぼす。

第5表　財投機関債の発行計画
（2001年度）

（単位　億円）

（財投機関名）	発行額
商工組合中央公庫	2,249
住宅金融公庫	2,000
日本道路公団	1,500
日本政策投資銀行	1,000
国際協力銀行	1,000
公営企業金融公庫	1,000
新東京国際空港公団	500
帝都高速度交通営団	439
都市基盤整備公団	300
農林漁業金融公庫	150
首都高速道路公団	100
阪神高速道路公団	100
水資源開発公団	100
地域振興整備公団	100
電源開発	100
日本育英会	100
私立学校振興事業団	60
その他20機関共計	11,058

資料　財務省2001年度予算関係資料から作成

第6表　最近の主要機関の政府保証債発行額推移

（単位　億円）

（発行団体）	1998年度	1999	2000	2001
公営企業金融公庫	19,310	17,780	17,520	16,770
中小企業金融公庫	1,899	5,198	9,300	6,560
都市整備公団	100	－	－	－
日本道路公団	947	2,360	4,370	1,200
本州四国連絡橋公団	300	－	－	－
関西国際空港株式会社	553	192	221	609
首都高速道路公団	400	－	－	－
電源開発株式会社	1,500	1,400	1,580	750
その他とも計	25,993	27,185	38,811	29,613

資料　大蔵省『財政金融統計月報』（2000年７月号）及び財務省予算関係資料
（注）　1998,99年度は実績，2000,2001年度は当初予算の計数。

第7表　国債，政府関係債の民間消化額推移

（単位　兆円）

	1999年度	2000	2001	前年比
国債・財投債（a）	68.6	79.1	89.9	10.8
うち長期債	18.9	21.8	27.2	5.4
政府保証債　（b）	2.7	3.9	3.0	△0.9
財投機関債　（c）	―	―	1.1	1.1
計（a＋b＋c）	71.5	83.0	94.0	11.0

資料　大蔵省及び財務省予算関係資料から作成
（注）1.いずれも当初予算の計数。
2.長期債は,10・15・20・30年債。

第一には,上記のように発行額,民間消化額の増加に伴う長短金利への影響である。

財投債を含めた政府関係債の前年比増加額が膨らむ一方，資金供給側では郵貯資金が2000年４月から本年にかけて大量償還期を迎える[注20]。従って郵貯の償還資金の流出いかんで財投債の引受け余力に影響が出て，長短の金融市場の金利上昇を招く懸念がある。というのは，郵貯定額貯金の流出が多額になると運用部が資金手当のため対市中の国債売り現先による調達を増加し，これが短期市場の金利に影響を及ぼす。運用部は，急激な金利上昇を避けるため2000年度後半から徐々に対市中売り現先を増加しているのもこれに対処したものである。

これにより市場金利の急騰を招くような場合,日銀が運用部からの現先に応ずる（期間３か月以内）との大蔵・日銀の合意が行われている[注21]。これは，短期市場の金利上昇が長期債市場に悪影響を及ぼすことに配慮した措置である。

第二に，国債，財投債の期間構成面での需要・供給のミスマッチである。これまで運用部への預託金利は，政令で７年以下は期間に応じて，また運用の過半を占める７年以上の長期預託については，新発国債表面利率（クーポンレート）に0.2%上乗せした金利一本となっていた[注22]。

これに対して公庫・公団など特殊法人への貸付金利は，期間（平均17年）に関係なく７年以上の長期預託と同水準の金利が一律に適用されてきた。改革後の金利は，市場原理に即した仕組みとするため，貸付期間に応じ国債の市場流通金利を基準に設定（イールドカーブ方式）するか,10年ごとに金利を見直す10年変動金利制の選択方式が提案されている。

この場合，借入側の財投機関が運用期間に見合った長期の調達を望むのに対して，自主運用となる貸付側の郵貯，簡保は，低金利の環境下金利リスクを回避するため，長期債引受けに慎重となることから，長期の資金需給がタイト化し，イールドカーブ形成が不安定化する可能性がある。

第三には，財投機関債，財投債など政府関係債の信用リスクが金利にどう反映していくかである。信用リスクを反映した金利設定という点については，現行財投の資金運用部による融資条件の面でも，政府保証債の発行条件の面でも，全機関同一となっている。これは，上記のように投資家に「暗黙の政府保証」への期待から金利差がほとんど生じていないという結果を反映したものである。先行き情報開示が進み，財投機関の格付けやその前提となる倒産法制の扱

いが整備されてくるにつれて信用を反映して金利差が明らかとなろう。これは，投資家にとって魅力ある債券が登場する可能性を示すものである。

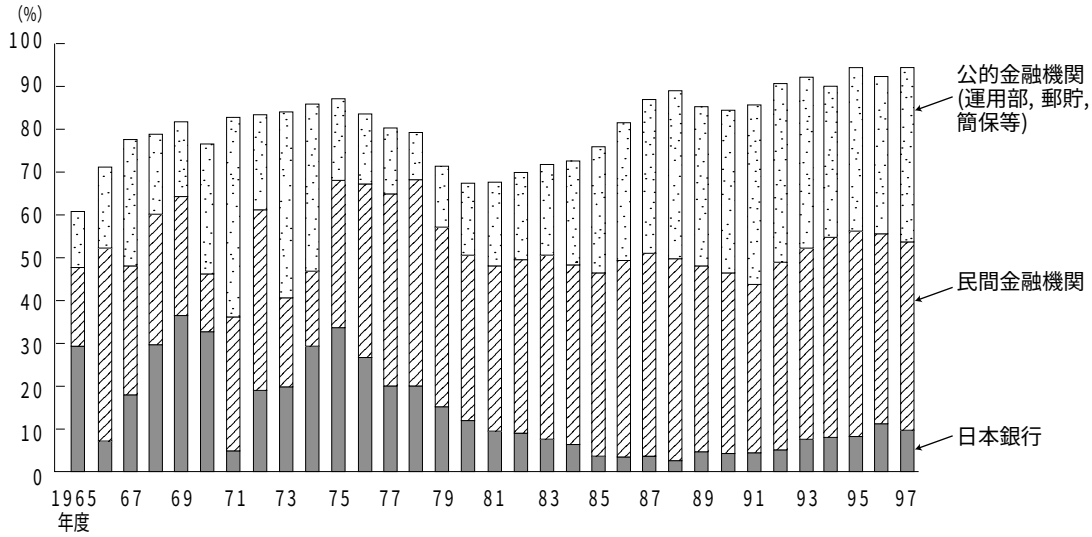
(3) 市場整備の必要性

以上のように新たな市場の姿として，①国債のほか財投債，財投機関債など政府関係債の発行量が増加し，②短期から中・長期に至る多様な期間構成と，③信用リスクを反映した金利形成が行われると，厚みのある債券市場が形成も期待される。これを実現するためには，公的部門偏重となっているわが国の政府関係債の保有構造（第２図）を，郵貯の自主運用を契機に余資金融機関を中心とする民間消化に重点を置く形に改めていくことが求められる。これには，国債を中心とする債券流通市場の整備による流動性向上が前提条件となろう。

この間，最近における国債の大量発行に対して円滑な民間消化を促進するため，財政当局は，税制面（99年４月有価証券取引税廃止，非居住者保有国債の源泉徴収不適用など），期間構成多様化（99年度から１年物から5年および30年利付債など発行），決済期間の短縮（97年から３日後決済に）などの努力を払ってきた。特に期間構成の面では，この１～２年，指標となる10年債の金利上昇を抑制する狙いから10年債発行を減額，中短期債の発行を増やす形で多様化が図られた。しかし，国債の流動性は，依然低い状態が続いており，期間短期化は，かえって借換負担による国債費増加や金利上昇に対する財政の脆弱性を強める結果を招いている。

翻って流動性の高い国債市場の存在は，政府の資金調達に役立つだけでなく，社債など民間債市場の金利リスクヘッジを可能にするという点で，金融資本市場全体の機能を生かすうえでのインフラとしてのメ

第3図　国債流通残高に占める公的機関の保有比率



資料　経済企画庁「経済白書」(2000年7月)，日本銀行『金融経済統計月報』より作成

リットも大きい。こうした認識に立って，2000年秋，「国債市場懇談会」といった市場関係者の意見を聴取する場が設けられ，国債を中心に発行・流通市場全般の環境整備が図られている。こうした検討の過程で，幾つかの提言も行われ(注23)，2001年度の国債発行計画でも一部取り入れられている。

①国債管理政策との関係で，カギとなる年限にベンチマーク銘柄を育成する−−例えば，10年債のほか，４年債と６年債を統合して５年のベンチマークを作ったり，20年債と30年債を統合して30年のベンチマークを作る。

②国債利子に対する所得税について流動性を阻害しない税制見直しを考える−−源泉徴収免除を目標にしながら，課税の論理と市場の論理のバランスを目指す。

③市場参加や取引活発化を促すために発行主体や発行スケジュールの透明性を確保する。

④ヘッジ，裁定など市場の流動性確保に必要なレポや先物といった関連市場が発展するための努力を続ける。

⑤取引や決済慣行などの整備により取引の安全性確保に努力する−−この面では，国債決済の即時決済（RTGS）化や電子取引の導入が問題となる。

これと同時に個人の投資層拡大を促すために，現在行われている広告宣伝や投資信託を通ずる商品性充実，金融機関の窓販拡大のほか，欧米の貯蓄国債などで行われている新たな商品設計も検討の余地があろう。

（注20） 定額郵貯は，2000〜2001年度の２年間で満期到来分が106兆円あり，郵政省はこのうち預入限度オーバー分17兆円と源泉税分８兆円計25兆円を含め49兆円（2000年度27兆円，2001年度22兆円）の流失と試算している。最近の動きからみて，実際にはこれを下回るとみられるが，新規増加分を両年度で20兆円程度と見込んでも郵貯残高は減少する計算。ちなみに，本年４〜９月の郵貯残高は微減（17千億円減）。また再預入分も金利上昇時には流出するリスクがある。

（注21） 1999年11月5日，日本銀行は「資金運用部の資金繰りに対する日本銀行の対応について」決定。

（注22） 資金運用部への預託金利は，1987年以前は下限金利が法定されていたが，87年以降は法定の下限を撤廃し，すべて政令で定められることとなっている。2000年７月現在の資金運用部預託金利は以下のとおり。

１か月以上３か月未満	0.05%	３年以上５年未満	1.00
３か月以上１年未満	0.20	５年以上７年未満	1.40
１年以上３年未満	0.55	７年以上	1.90

（財政金融統計月報2000年７月号）

（注23） 白川方明「日本の国債市場改革」（日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ），白川方明［1999］のほか，大蔵省理財局［2000］

むすび

財投改革は，最終局面を迎えている金融ビッグバンや情報技術（IT）革命と相まって，様々な形で農林中金をはじめ系統信用事業に影響を及ぼすこととなる。差し当たりは，国債，政府関係債の消化と長期金利の変動など金融市場を通じて，資金運用環境に影響をもたらす。

今後，これら債券の商品化に工夫が加わり，流動性が高まることとなれば有力な投資対象商品としてポートフォリオ形成に重要性が増すこととなる。これにより，機関投資家としての立場から政府関係債を，余裕資金運用手段として活用していくことが可能となる。

そしてそれ以上に影響が大きいのは，先行きの地域経済で果たす農協と公的金融（郵貯，政府系金融機関）との関係である。公的金融の高コスト構造の実情が明らかとなり，[注24] 農協系統の業務展開上の優位性が示されることとなれば，地域金融における農協の役割が認識されることとなろう。本年は系統信用事業の改革を進めるための法的整備も検討されている。

ただ財投同様に近年の経済環境変化のなかで，系統信用事業に期待されている業務が地域により大きく異なっているという事情もある。

新たな金融市場の展開のなかで，資金の決済や融資業務，貯金受入れなど有利な商品提供といった顧客ニーズに応える形で，地域へのサービスに努めるという系統金融機関の原点に立って，業務の方向を模索していくことが求められよう。

（注24） 戸原つね子［1999］では，97年度の郵便貯金特別会計の調達利回り（支払利子）3.64%，運用利回り4.35%とされており，計算方法などの違いはあるとしても，同年度の農協の調達原価1.90%，運用利回り2.19%（同貸出利回り3.49%）と比較して高コストの構造が推測できる。

＜参考文献＞

・池尾和人「財投・郵貯改革が突きつける新たな難題」『エコノミクス』 2000年・秋号（東洋経済新報社刊）
・池尾和人「政府金融活動の役割：理論的整理」岩田一政・深尾光洋編『財政投融資の経済分析』1998年１月所収，（日本経済新聞社刊）
・岩本康志「財投債と財投機関債」（大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』1998年10月）
・翁百合「郵便貯金を巡る最近の動きと将来像」（『Japan Research Review』 2000年７月）
・加藤秀樹「高速道路は25兆円の不良資産だ」『文芸春秋』2000年１月号
・斉藤由理子「財政投融資改革と農業金融」『農林金融』1999年５月号
・白川方明「日本の国債市場の機能向上に向けて」『日本銀行調査月報』1999年６月号）
・高橋洋一「財政投融資の方向」岩田・深尾編『財政投融資の経済分析』1998年
・高橋洋一「民営化のはじめの第一歩はコスト分析」『エコノミクス』 2000年・秋号
・富田俊基「民主主義のプロセスによる不断の見直しを」『金融財政事情』2000年1.3-10
・戸原つね子「ビッグバン下の金融市場と公的金融の変化」『農林金融』1998年４月号
・戸原つね子「ビッグバン下の公的金融の動向」『農林金融』1999年７月号
・中北徹「政府の金融活動の国際比較」岩田・深尾編『財政投融資の経済分析』1998年
・野口卓・佐々木宏夫「特殊法人等が発行する非政府保証債の『暗黙の政府保証』についての一考案」大蔵省財政金融研究所『ファイナンシャルレビー，1999年３月』
・肥後雅博「入門 財政投融資の分析」『エコノミクス』2000年・秋号
・吉岡俊郎「道路資産評価を巡る諸考察」農中総研『総研レポート』2000年６月
・吉川正博・酒井健・宮川裕之「財政投融資制度の健全性」日本経済研究センター『金融システムの構造問題』2000年10月所収
・吉野直行「財政投融資の入口と出口の役割とその将来」岩田・深尾編『財政投融資の経済分析』1998年
・大蔵省昭和財政史編集室『昭和財政史ＸＩＩ』1962年 東洋経済新報社
・大蔵省理財局「国債市場懇談会・議事要旨」2000年10～12月
・日本経済調査協議会『公的金融システムのあり方』1997年３月
・経済同友会『公的金融・財政投融資の改革に向けて』1996年７月
・全国銀行協会連合会『公的金融システムの改革へ向けて』1996年４月

（荒巻浩明・あらまきひろあき**）**